

中信证券FICC

全球经济与人民币汇率展望

明明（首席FICC分析师）
中信证券研究部

2021年4月8日

VISIT...

LANZAROTE
Caliente.COM

CONTENTS

目录

1. 海外经济：全球复苏错位，美国领先日欧
2. 大类资产：美元美债走强，压制资产价格

低增长、低通胀、低利率和高资产价格

- “三低一高”是疫情前全球经济的突出特点
 - 长技术周期尾部，需求不足和产能过剩并存。
 - 贸易红利消退，收入差距扩大，民粹主义、孤立主义兴起。
- 疫情爆发和大规模财政刺激的冲击过后，长期趋势仍然难以改变

低增长、低通胀、低利率和高资产价格（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

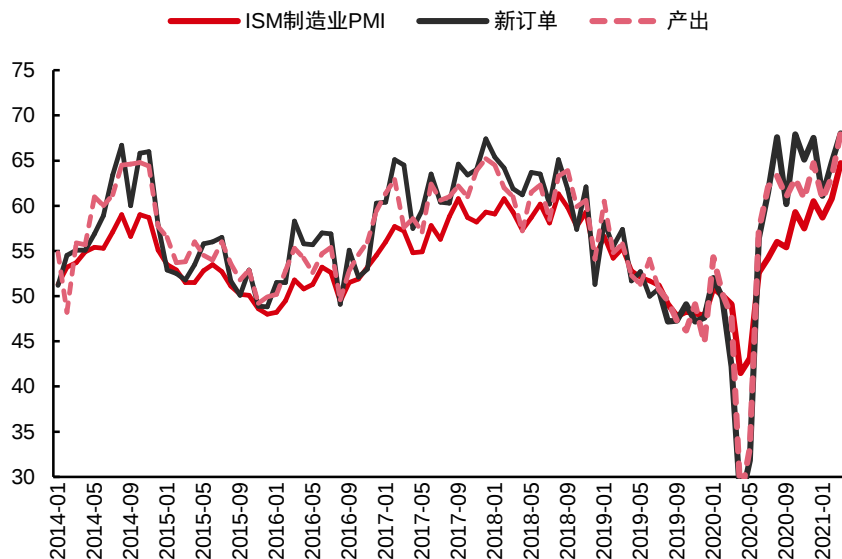
■ PMI数据显示制造业景气向上，非制造业大幅反弹

➢ 美国制造业PMI在过去一年中持续走高，短暂扰动后，3月继续高速修复，回升至64.7%

■ 疫苗接种改变了非制造业原本的趋势，二季度有望迎来强势复苏

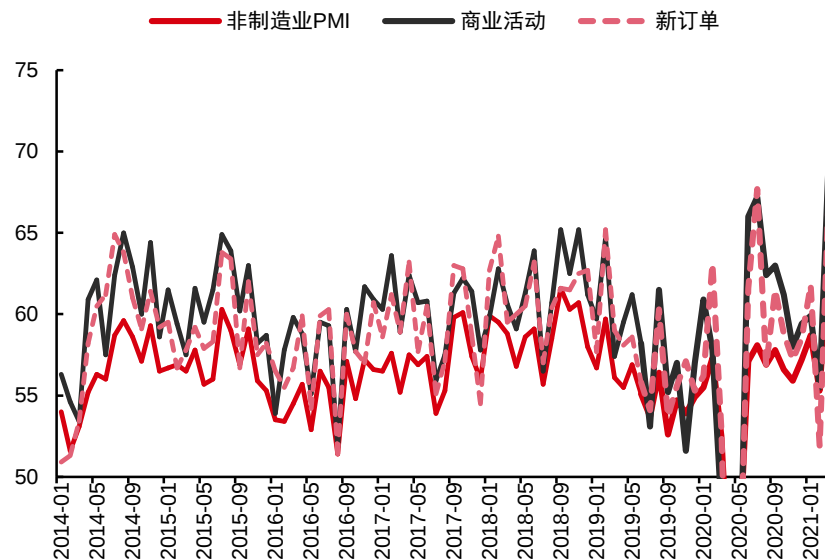
➢ 由于疫情防控不力，去年美国非制造业的修复一直不温不火，但3月迎来大幅反弹，非制造业PMI上升8.4个百分点至63.7%。

制造业修复速度维持（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

非制造业修复速度大幅回升（%）

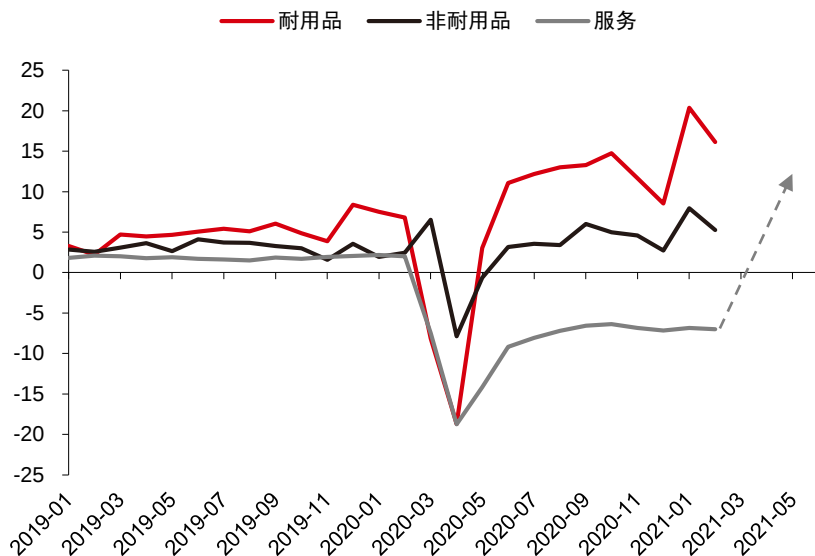


资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 美国服务消费仍存较大缺口，经济处于复苏中段。

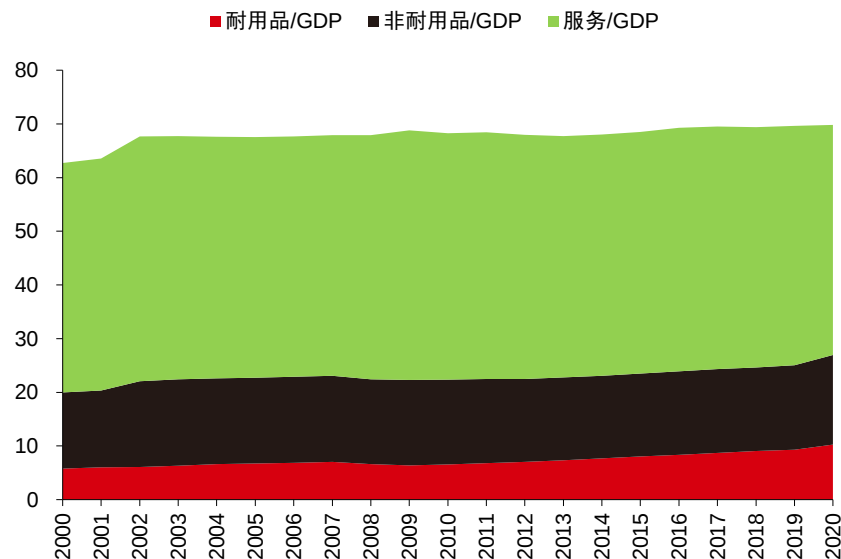
- 消费是美国经济的支柱，美国个人消费支出占GDP的比例70%左右，其中服务消费支出占比高达GDP的45%，而耐用品消费在正常年份占比不到10%。
- 虽然耐用品消费呈现高增长态势，但服务消费仍然处于负增长状态。
- 随着疫苗接种率的不断提升，居民出行活动逐步恢复，接下来一两个季度可能是美国服务消费快速修复的时间窗口。

服务和耐用品的冷热分化（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部（含预测）

服务消费支出占GDP的比重非常高（%）

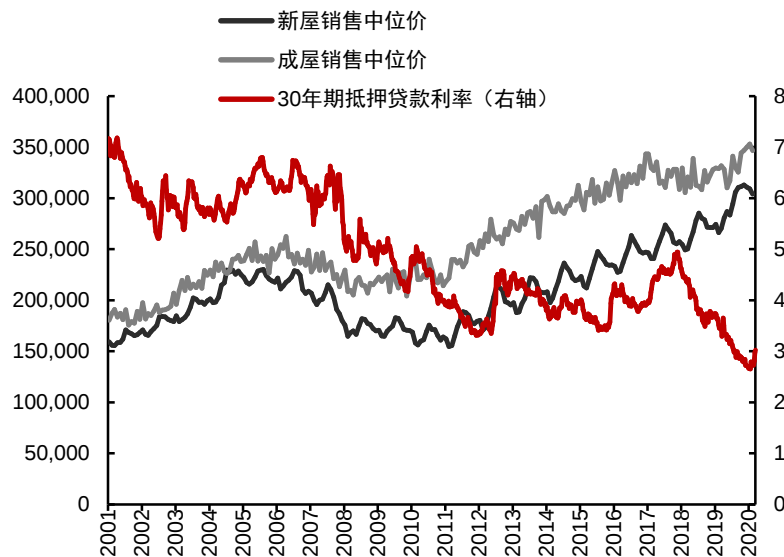


资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 低利率推动美国房地产市场景气上行

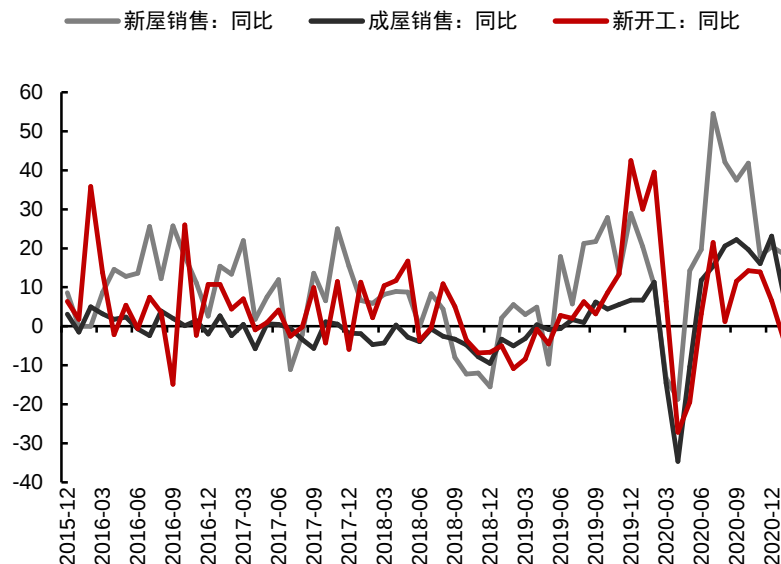
- 长期抵押贷款利率的下行降低了居民的购房成本，刺激美国房地产。
- 从利差上看，30年期抵押贷款利率与10年期美债收益率的利差中枢大致在170bps，年初至今已缩窄至150bps附近。
- 只要10年期美债收益率不超过2%，抵押贷款收益率最多上升至最近10年的平均水平，预计不会对地产形成太大压制。

低利率推动美国房价大幅上行（美元，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

美国地产销售和开发状况（%）

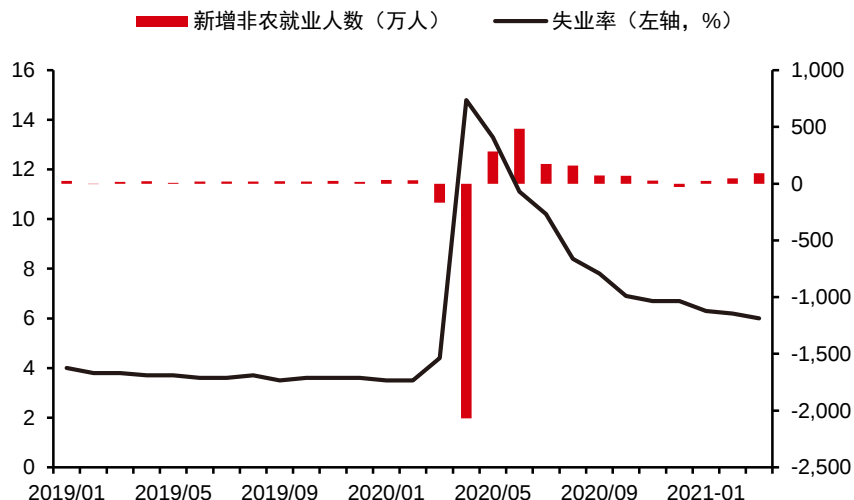


资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 非农数据持续好转，消费服务业进入较快的改善通道

- 从非农就业人数变化来看，美国3月季调后非农就业人口增加91.6万人，预期增64.7万人，前值增37.9万人。3月美国非农新增就业人数高于预期和前值，同时今年1月和2月的非农数据也同时经历了上修。
- 分行业来看，3月份对美国非农新增就业人数贡献较高的行业来自于休闲和酒店业、政府部门、建筑业以及教育和保健服务业。

美国失业率下降（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

各项非农细分数据对比（万人）

指标名	本月	上月	去年4月至今	指标名	本月	上月	去年4月至今
采矿业	2.00	-0.60		信息业	-0.20	0.30	
建筑业	11.00	-5.60		金融活动	1.60	-0.90	
制造业	5.30	1.80		专业和商业服务	6.60	7.80	
批发业	2.37	0.62		教育和保健服务	10.10	5.70	
零售业	2.25	2.80		休闲和酒店业	28.00	38.40	
运输仓储业	4.75	3.55		其他服务业	4.20	1.90	
公用事业	0.03	-0.01		政府部门	13.60	-9.00	

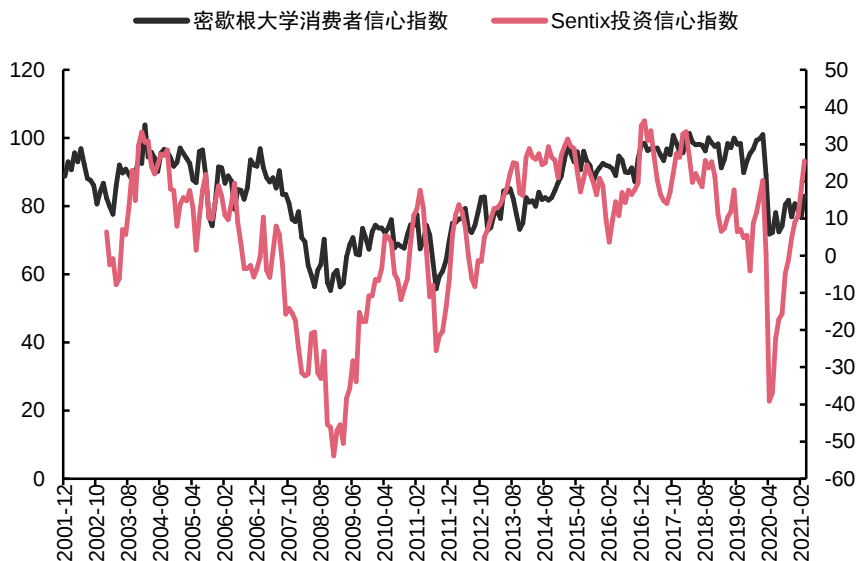
资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 投资者和消费者信心指数均有所回升

- 投资信心指数大致回到疫情前水平，现状指数虽未回到疫情前水平，但预期指数大幅上升，说明市场对美国经济复苏的非常乐观。
- 消费者信心指数小幅回升，距疫情前水平仍相去较远，表明消费者对于现状并不满意，对于未来1-5年内的收入状况也有所担忧。

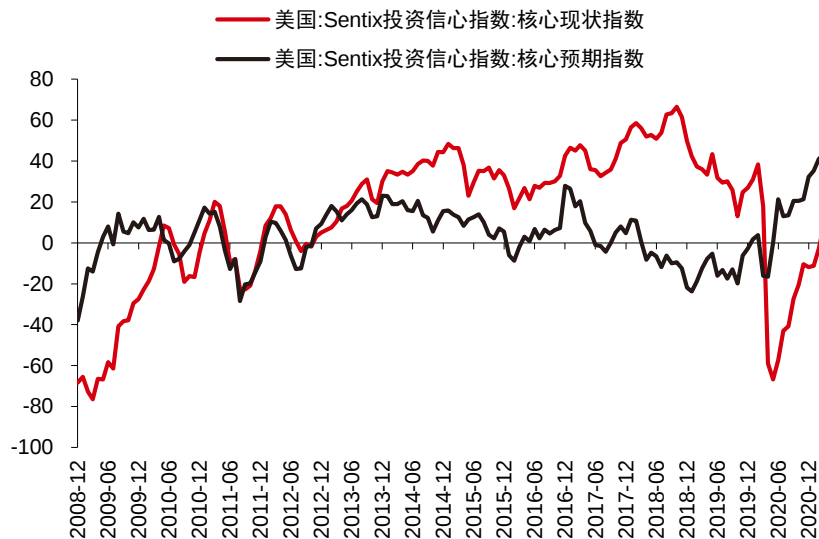
■ 信心指数的分歧背后反映的可能是美国经济不平衡复苏的隐忧

消费者信心和投资信心的分歧



资料来源：Wind，中信证券研究部

投资者对经济预期比较乐观



资料来源：Wind，中信证券研究部

拜登“基建+税收”计划抬升美债利率

■ “基建+税收” 推升美债利率

- 基建推升经济和通胀预期
- 政府融资挤压私人融资，推升融资成本

■ “基建+税收” 计划面临一定阻力。

- 共和党显然将加以阻挠，同时民主党内部声音也并不完全一致。

拜登税收计划具体内容

分项	具体举措
提高企业税	将公司所得税由现行的 21% 提高到 28%。特朗普税改前的公司所得税税率为 35%。
全球最低税率	把美国公司最低税率提高到 21%，并逐个国家进行计算，以阻止公司在国际避税天堂避税。现行税法允许美国海外资产的前 10% 免税，而其余的则按国内税率的一半征收。
针对大公司账面收入制定最低税率	对大型公司向投资者报告的收入（账面收入）征收 15% 的最低税，而不是向国税局报告的收入。
防止公司转移	提高公司收购、与外国公司合并、破产的难度，以提高公司转移至避税天堂的难度，同时鼓励其他国家也对公司采取最低税率。
消除 FDII 优惠	消除特朗普税法中对“外国衍生的无形收入”（FDII）的税收优惠，防止企业将税收转移至海外。
取消化石燃料企业的税收优惠	消除当前税法对化石燃料数十亿美元的补贴
扩大税务机关对于公司的审计范围	提高大公司的审计力度，提高大公司避税、逃税难度

资料来源：白宫官网，中信证券研究部

拜登基建计划主要内容

大项	分项投向	投资规模 (亿美元)	总规模 (亿美元)
交通运输业	电动汽车投资，包括购买折扣和税收优惠、建立 50 万个充电桩等	1740	6210
	现代化高速公路、道路、桥梁和街道	1150	
	现代化公共交通系统	850	
	改善客运和货运铁路系统	800	
	机场维修和改善	250	
家庭护理和劳动力	改善内陆水道、渡口和渡轮	170	4000
	支持对老年人和残疾人的照料，扩大医疗补助范围，提高家庭护理人员工资等	4000	
	半导体制造投资	500	
	支持清洁能源、供应链现代化、农村制造业等	520	
	小企业野化和发展	310	
制造业	医疗制造	300	3000
	创建区域创新中心	200	
	促进清洁能源产业发展	460	
住房	建造、翻新、维修超过 200 万套住房	2130	2130
	半导体、计算机、通信、能源和生物等技术研发领域	500	
研发	升级全国实验室的研究基础设施等	400	1800
	解决气候危机和清洁能源等技术研发	350	
	刺激创新和创造就业机会	300	
	更换铅管道和饮用水供应线	450	
清洁水	现代化饮用水、废水和雨水系统	560	1110
	检测饮用水中的全氟等有害物质等	100	
学校	改善学校基础设施，建立新的公立学校	1000	1000
数字基础设施	高速宽带基础设施全国 100% 覆盖率，降低宽带成本	1000	1000
电力基础设施	现代化电力系统，提高电力清洁和无碳化程度	1000	1000
	初高中生职业发展计划和社区大学生职业培训计划	480	
人力资源发展	对失业工人进行在线培训，尤其是清洁能源、制造和护理等行业	400	1000
	培训有犯罪记录的人员、支持社区预防暴力计划等	120	
灾害应对	提高基础设施应对气候等灾害的能力，提高土地和水资源的复原力	500	500
退伍军人医院	现代化改造退伍军人事务医院	180	180
联邦政府建筑	现代化改造联邦政府建筑	100	100
合计		23030	

资料来源：白宫官网，中信证券研究部

财政扩张和利率上行是否会增加美债风险？

■ 投资者结构上确实存在一定风险

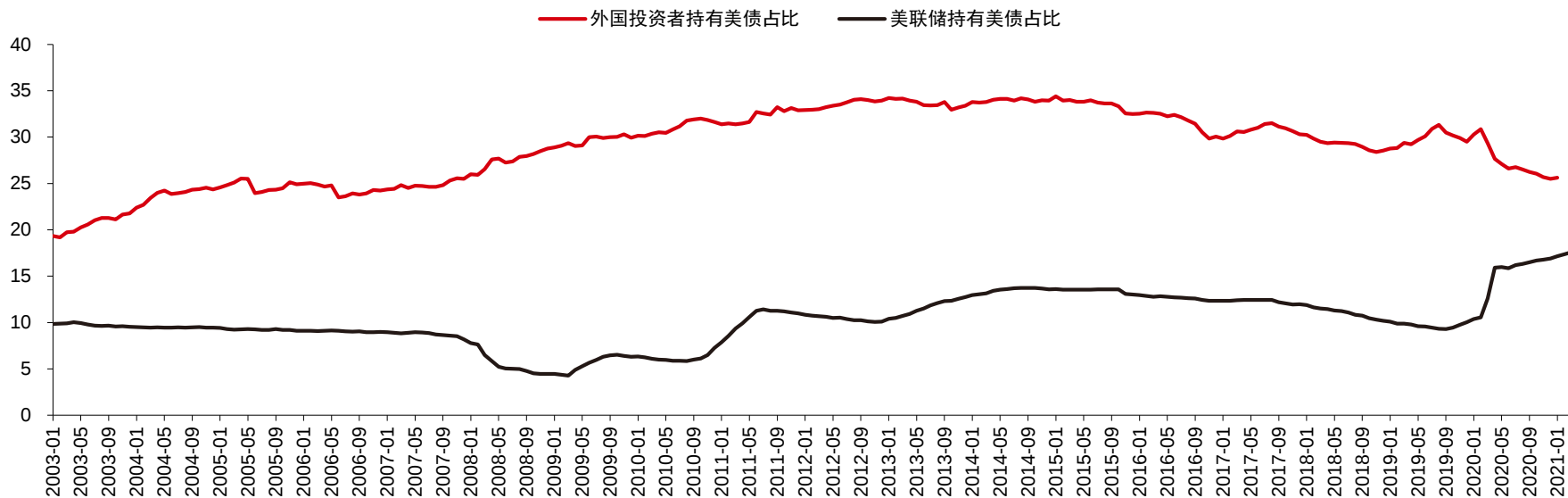
➢ 外国投资者持有美债的占比明显下降，增量美债越来越依赖美联储和国内投资者。

■ 美国出现债务风险的可能性非常小

➢ 去年大量的财政融资都对应极低利率，且当前财政余额较高，今年融资规模或将有所下降。

➢ 基建计划配套税收计划，本身就是出于稳定债务方面的考量。

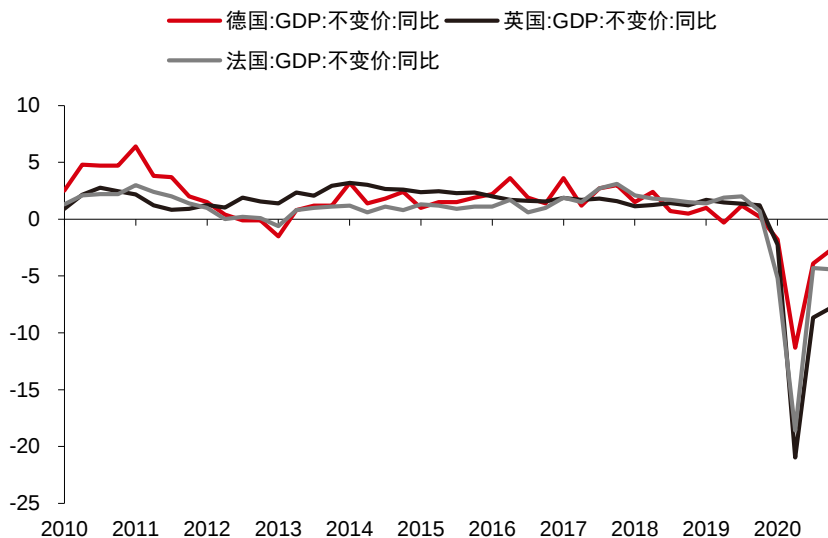
美债持有者结构的趋势性变化（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

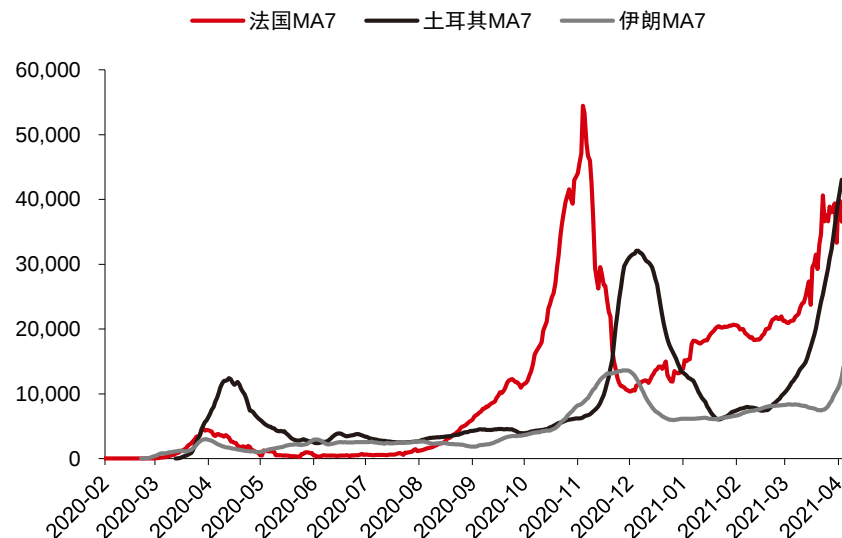
- 在疫情对欧洲经济的二次冲击下，欧洲主要经济体GDP尚未回到疫情前水平
 - 2020年四季度英国GDP同比下滑7.8%，法国GDP同比下滑4.4%，德国GDP同比下滑2.7%。
- 欧洲疫情的第三轮抬头增加了经济复苏的不确定性
- IMF预测2021年欧元区GDP增速仅为4.2%，考虑到2020年下滑较多，预计2021年仍不能回到2019年水平

欧洲经济复苏缓慢（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

欧洲、西亚疫情第三次抬头（%）



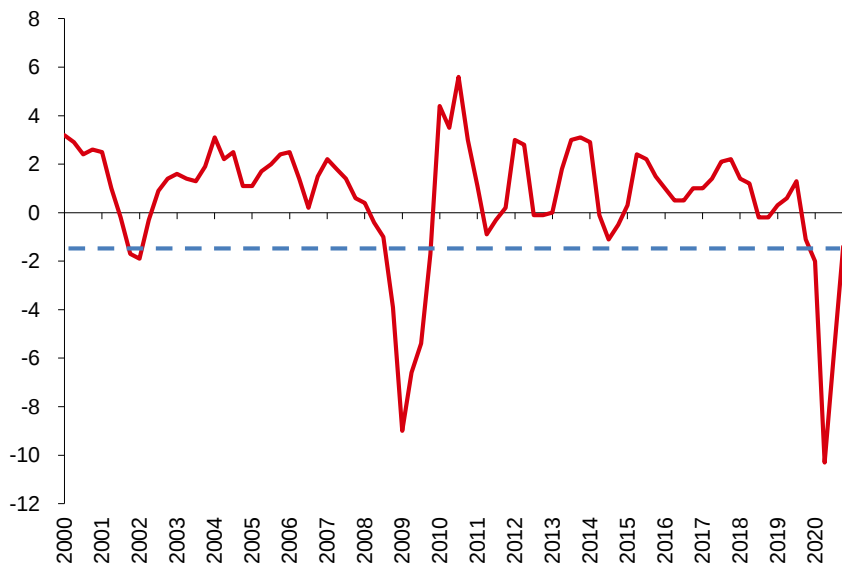
资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 经济增速尚未回正，通胀底部已现

- 日本GDP增速去年二季度到达底部，四季度同比仍然下滑1.4%，尚未转正。
- 日本2月核心CPI同比为-0.4%，PPI同比为-0.7%。尽管目前仍处通缩阶段，但通胀的拐点已经出现。

■ IMF预测2021年日本GDP增速为3.1%，尽管同样难回2019年水平，但状况略好于欧洲

四季度日本GDP增速未能回到正区间（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

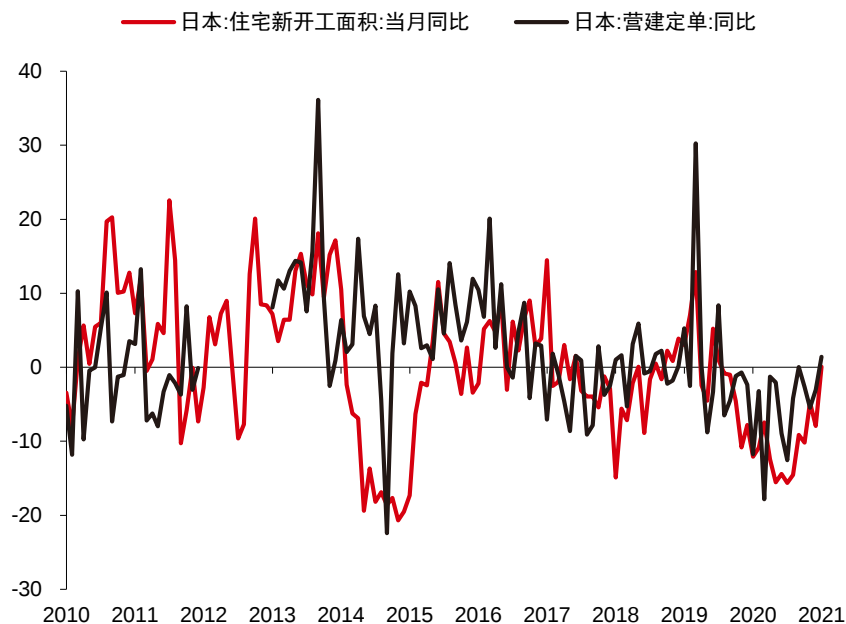
仍处通缩阶段，但拐点已现（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

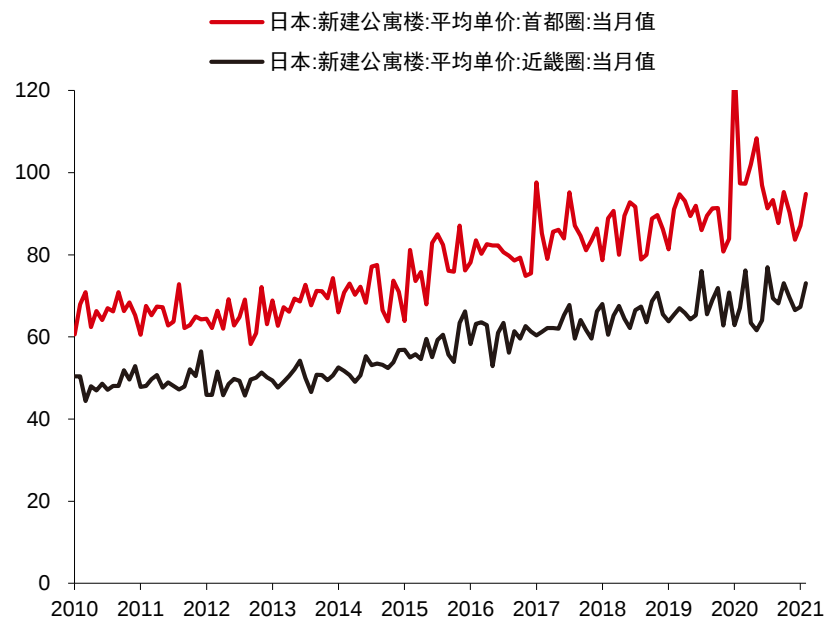
- 营建订单和新开工面积同比增速转正
- 核心都市圈房价稳定上行

日本地产回暖（%）



资料来源: Wind, 中信证券研究部

房价温和上涨（万日元/平方米）



资料来源: Wind, 中信证券研究部

■ 2020年中国经济复苏领跑全球

- 2020年中国是主要经济体中唯一一个GDP增速为正的国家。
- 发达经济体在2020年遭遇了不同程度的重创。

■ 美国经济复苏开始加速

- 受益于大规模的财政货币刺激，尽管疫情肆虐，美国经济在去年下半年已经进入高速复苏阶段。
- IMF预计2021年美国GDP有望同比增长5.1%。

■ 欧洲经济体复苏动能依旧疲软

- 多数经济体2021年GDP无法回到2019年水平。

《世界经济展望》最新增速预测

	估计值	预测值	
(实际GDP, 年百分比变化)	2020	2021	2022
世界产出	-3.5	5.5	4.2
发达经济体	-4.9	4.3	3.1
美国	-3.4	5.1	2.5
欧元区	-7.2	4.2	3.6
德国	-5.4	3.5	3.1
法国	-9.0	5.5	4.1
意大利	-9.2	3.0	3.6
西班牙	-11.1	5.9	4.7
日本	-5.1	3.1	2.4
英国	-10.0	4.5	5.0
加拿大	-5.5	3.6	4.1
其他发达经济体	-2.5	3.6	3.1
新兴市场和发展中经济体	-2.4	6.3	5.0
亚洲新兴市场和发展中经济体	-1.1	8.3	5.9
中国	2.3	8.1	5.6
印度	-8.0	11.5	6.8
东盟五国	-3.7	5.2	6.0
欧洲新兴市场和发展中经济体	-2.8	4.0	3.9
俄罗斯	-3.6	3.0	3.9
拉丁美洲和加勒比	-7.4	4.1	2.9
巴西	-4.5	3.6	2.6
墨西哥	-8.5	4.3	2.5
中东和中亚	-3.2	3.0	4.2
沙特阿拉伯	-3.9	2.6	4.0
撒哈拉以南非洲	-2.6	3.2	3.9
尼日利亚	-3.2	1.5	2.5
南非	-7.5	2.8	1.4
备忘项			
低收入发展中国家	-0.8	5.1	5.5

资料来源：IMF

拜登政府将抗击疫情、支持经济、应对气候变化、促进种族平等作为其工作重心。

抗击疫情

- 加快疫苗接种进程，5月1日前让所有美国成年人能登记预约接种疫苗；
- 呼吁美国民众继续遵守戴口罩、保持社交距离等防疫措施；
- 呼吁继续研发新的疗法，尤其是瑞德西韦那样的抗病毒药物。

财政刺激

- 签署了1.9万亿美元的经济救助计划，焦点着重于居民部门；
- 预计推进2万亿基建计划，用于传统基建修复和绿色能源产业升级；
- 税改计划预计对企业和富裕美国人增税，同时为中产阶级家庭减税。

社会秩序

- 重新关注气候变化，重返《巴黎协定》，要求美国确定减排目标；
- 促进种族平等，修订移民执法政策，谴责反亚洲歧视和仇外心理。

特朗普：态度强硬，一味打压

- 实施对华经济“脱钩”政策，通过提高关税等形式发动贸易摩擦；
- 推行单边主义，高举美国优先，忽视甚至打压盟友；
- 将“新冠病毒”危机甩锅给中国，抹黑中国、转嫁责任；
- 展开科技战，不断打压中国科技领军企业。

拜登：对华政策具有两面性

- 坚持将中国视为“长期战略竞争对手”，但在中美利益交汇的问题上存在合作可能；
- 拉拢亚太盟友共同限制中国，在贸易、制造业、科技、地缘政治等领域上对华施压；
- 把人权外交作为对华外交核心，民主党一向关注人权和意识形态，预计人权将成为对华新攻击点；
- 在技术领域的竞争仍将持续，5G、人工智能等领域将开展激烈竞争。

英国脱欧进展

欧盟称英国《内部市场法案》违反脱欧协议，并提出法律行动。

英国脱欧协议达成，避免了硬脱欧威胁。

2020.1.31

2020.10.1

2020.12.8

2020.12.24

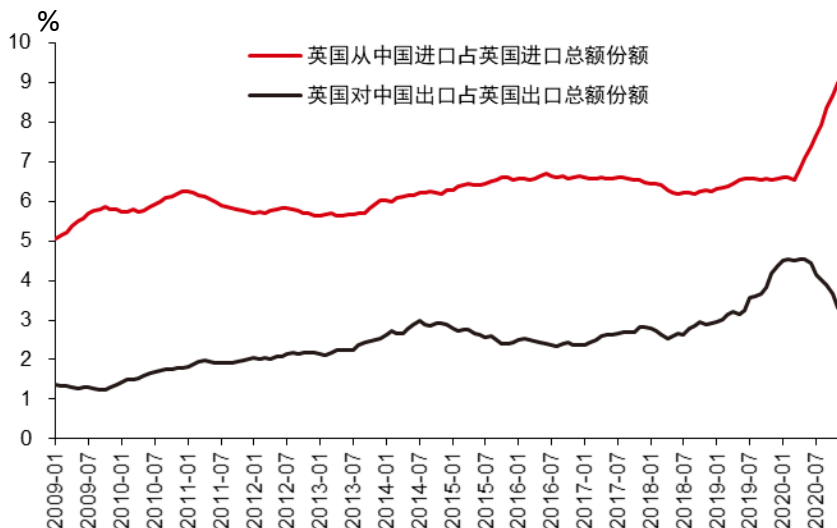
2021.1.1

英国正式脱欧，开始11个月的过渡期。

双方就英国“脱欧”协议达成“原则一致”，英国将撤销《内部市场法案》中的争议条款。

脱欧过渡期结束，英国将与欧盟开展零关税商品贸易，不过在人员流动、科研合作、服务贸易等领域阻碍增加。

中英贸易发展潜力良好



资料来源：CEIC，中信证券研究部

中英关系

- 目前因英国干涉中国香港、新疆事务，以及禁用华为，加之BBC对中国不实报道遭严惩，中英两国关系紧张。
- 中英关系恶化的原因，从内部因素看，尽管英国目前仍是保守党执政，但看重经贸合作、支持中英接近的政治力量不断受到削弱；从外部因素看，英国受到来自美国的鼓动，主动调整对华距离，防止对华过度依赖。
- 中国是英国仅次于美国的第二大非欧盟贸易伙伴，在过去十年中，英国对中国的出口增长了两倍。尽管疫情使英国对中国出口下降，但是中英经贸合作的发展潜力可期。
- 英国复杂的国内政治势力和多变的国际形势对中英关系构成挑战，未来中英关系如何进一步发展仍需观察。

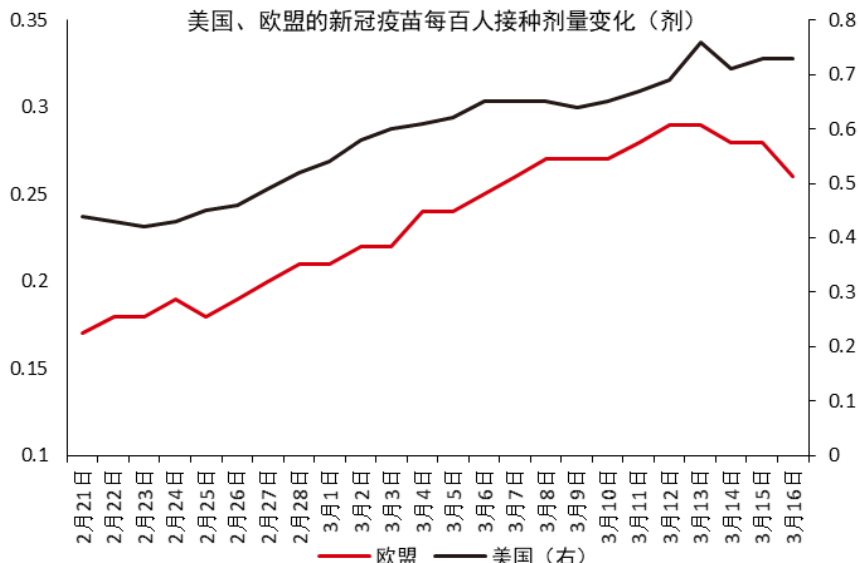
疫苗

- 由于阿斯利康疫苗的安全隐患，欧洲多国推迟接种阿斯利康疫苗，将导致欧盟此前制定的计划：夏季结束前为70%民众接种疫苗推延至9月份。
- 这也将影响欧洲经济复苏和欧元走势。

央行

- 欧央行3月议息决定下个季度将显著加快紧急抗疫购债（PEPP）的购买速度；议息决定公布后，德国、法国10年期国债收益率小幅下行。
- 短期内欧元存在实际汇率走弱的压力。

近期欧盟的新冠疫苗接种速度变慢



资料来源：Our World in Data，中信证券研究部

德国选举

- 2021年是德国的“超级选举年”，从3月到9月共有六个州级行政单位举行议会选举，而即将于9月底举行的德国大选，会确定下一届执政党，同时也将揭晓德国总理人选。
- 德国现任总理默克尔，已多次表示不会再寻求连任，9月的德国大选将成为自2005年以来最充满悬念的一次。
- 据《欧洲时报》报道，就最新开票结果来看，绿党和社民党分别拿下了巴符州和莱法州，而默克尔所属的基民盟（CDU）的支持率则大幅下滑，这无疑为9月的大选增加了悬念。
- 基民盟此次遭遇惨败并不让人意外。疫情期间多位基民盟议员为德国企业寻找防疫物资时收取回扣的丑闻被曝光，导致基民盟声望大跌，拖累了基民盟的选情。

- 对国家大视野的倾向和民族主义热情；
- 推行“安倍经济学”，实施宽松的货币政策，积极的财政政策和系统性、结构性改革。

安倍

菅义伟

- 做法务实，专注于解决普通民众日常生活中的问题；
- 延续“安倍经济学”，并继续推进其发展；
- 推进监管改革、数字化以提高政府机构的效率；重组小公司和当地银行以提高其生产力。

- 关于对华政策，菅义伟执政后大的方向没有改变，即在以日美同盟为基轴的框架下推进对华关系的发展。
- 不久前，日本参与美、日、印、澳四国首脑会谈，企图加强日美同盟，共同应对中国。
- 2021年，日本将迎来两场选举，“后安倍时代”政局迎来挑战，日本政局的不确定性增加。

CONTENTS

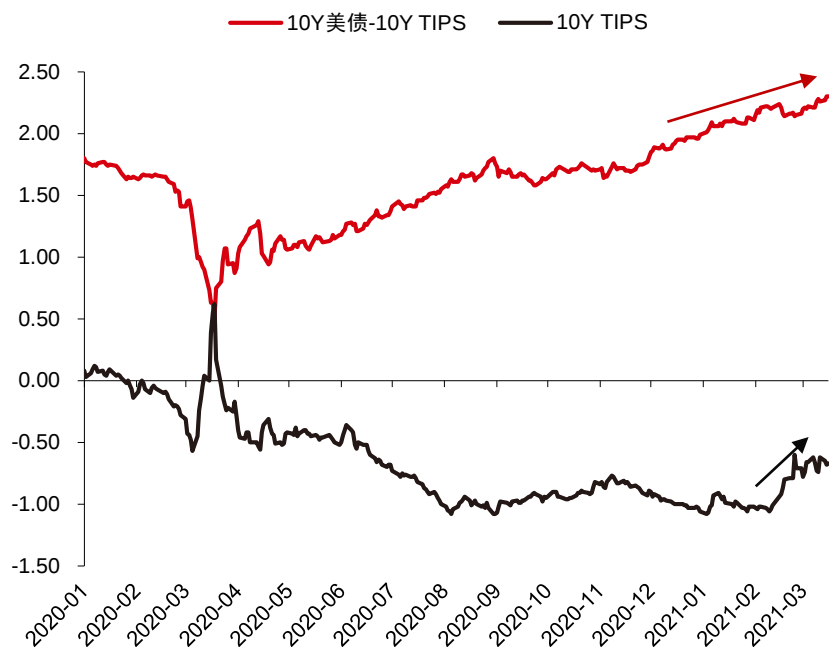
目录

1. 海外经济：全球复苏错位，美国领先日欧
2. 大类资产：美元美债走强，压制资产价格

■ 美债利率年内或将到达2%左右

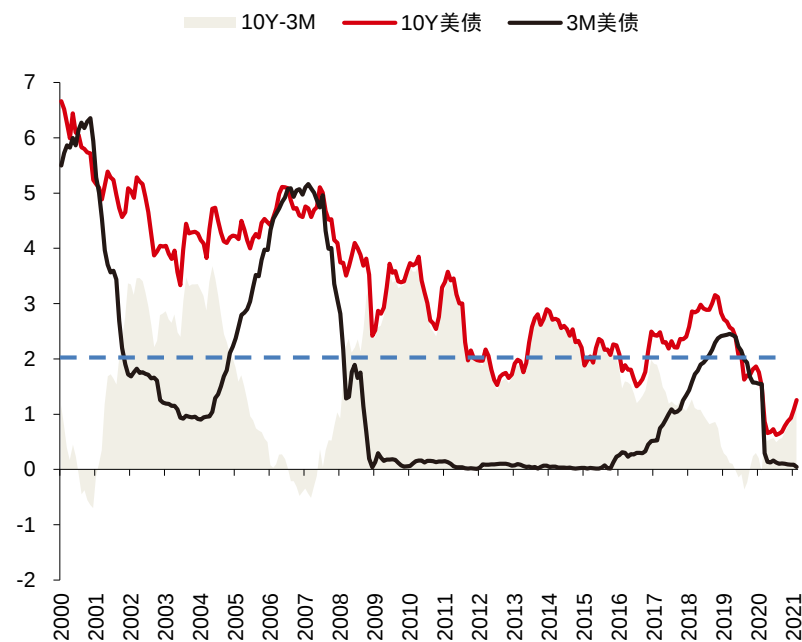
- 0%是实际利率正常时期的底线，美国CPI历史均值在2%左右。抛开市场交易的因素， $0\%+2\%=2\%$ 是10年期美债利率较为中性的参考点位。
- 技术面上看，10Y美债去年至今运行在历史最低区间，2%之下没有明显的阻力位。

实际利率和通胀预期近期都在上行通道（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

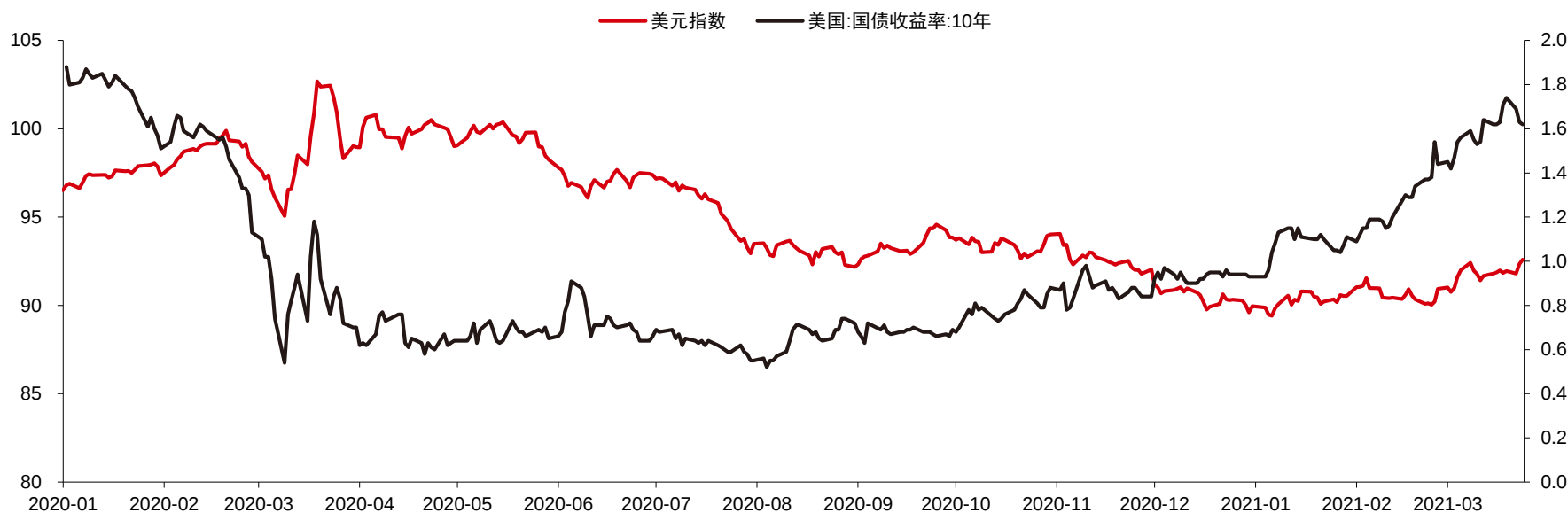
美债利率在2%下方阻力不强（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

- **收益属性：**美元资产的相对收益率越高，美元吸引力越强。近期美债收益率上行幅度超过其他主要经济体无风险利率。
- **避险属性：**全球经济强弱和风险事件，影响美元的避险价值。全球复苏的预期已经消化，美元指数见底。
- **收益属性和避险属性当前均对美元有利，美元指数短期运行在92上方。**

美元指数和美债收益率的分歧（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 短期高位震荡，下半年或有贬值风险

- 短期内人民币高位震荡：美元触底反弹，压制人民币汇率；国内出口保持强势，提振人民币汇率。
- 若下半年出口不及预期，美债利率进一步上行，人民币存在一定贬值风险。

美元触底反弹，人民币汇率升值空间料有限

——即期汇率:美元兑人民币 ———— 美元指数



资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 汇率波动对资产价格的扰动

- 美元走强和出口的不确定性或将带来人民币的贬值风险。
- 汇率波动可能对国内资产价格产生不利影响，尤其是在市场经历调整时，可能形成二次冲击。

汇率波动对资产价格的扰动

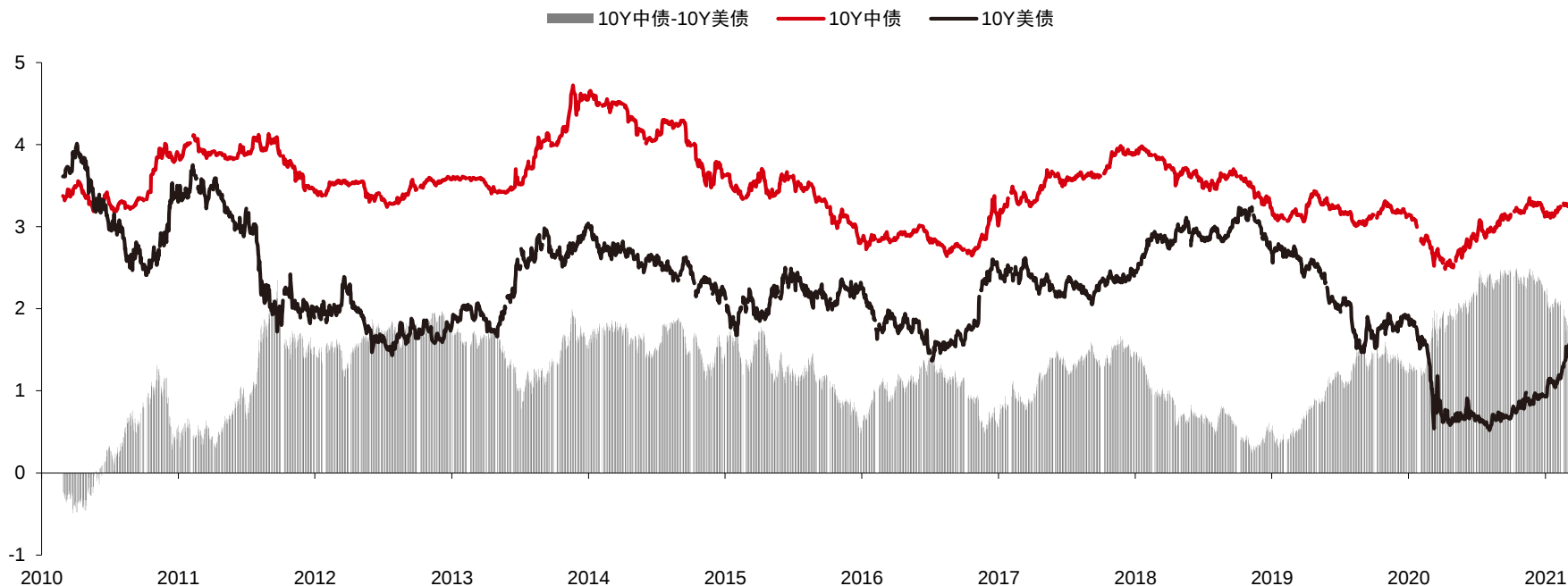


资料来源: Wind, 中信证券研究部

■ 美债利率上行可能扰动国内利率的下行节奏

- 美债利率上行，中美利差收窄，对资本流入形成短期扰动。
- 尽管中美利差保护垫充足，但美债收益率上行较快时，市场情绪会受到冲击，抑制国内利率下行。

美债利率上行，中美利差收窄（%）

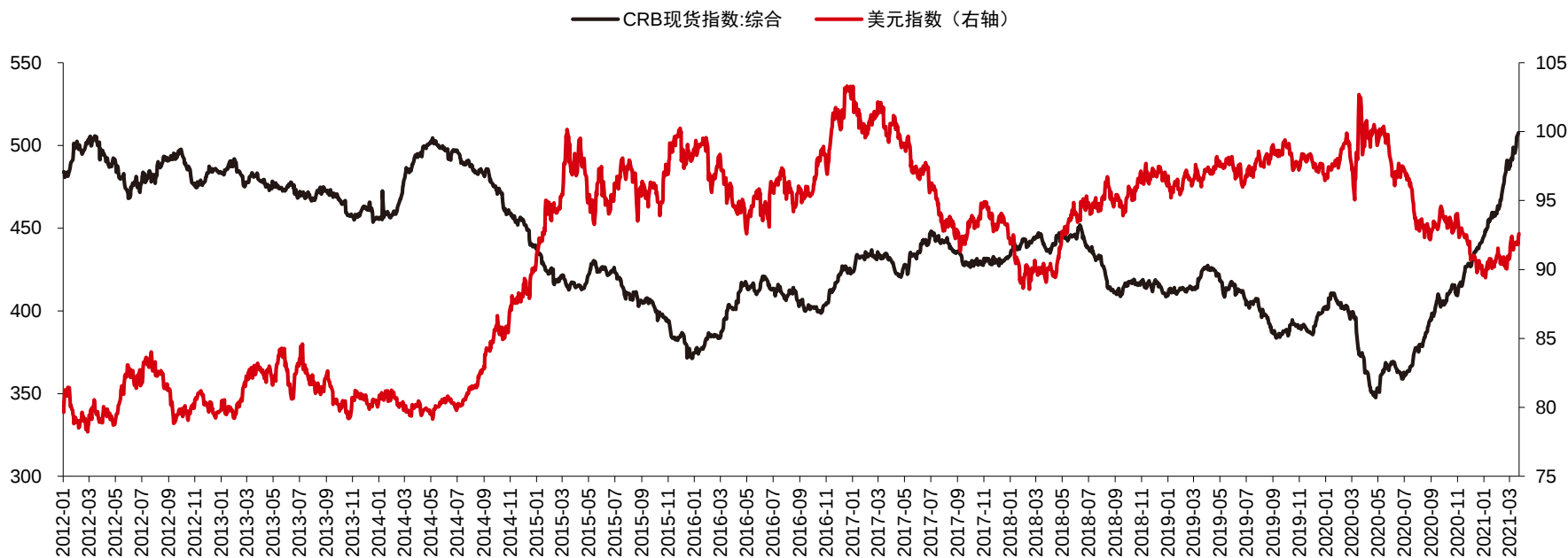


资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 通胀周期上行至较高水位，本轮大宗商品牛市进入尾声

- 历史上看，美元指数和大宗商品价格存在比较显著的反向关系；
- 疫苗大规模接种后，外需增量可能强于内需，能化和有色补涨之后空间已经相对不大。
- 碳中和政策可能冲击供给侧，为国内化工、钢铁等行业带来长周期的机会。

美元指数和大宗商品

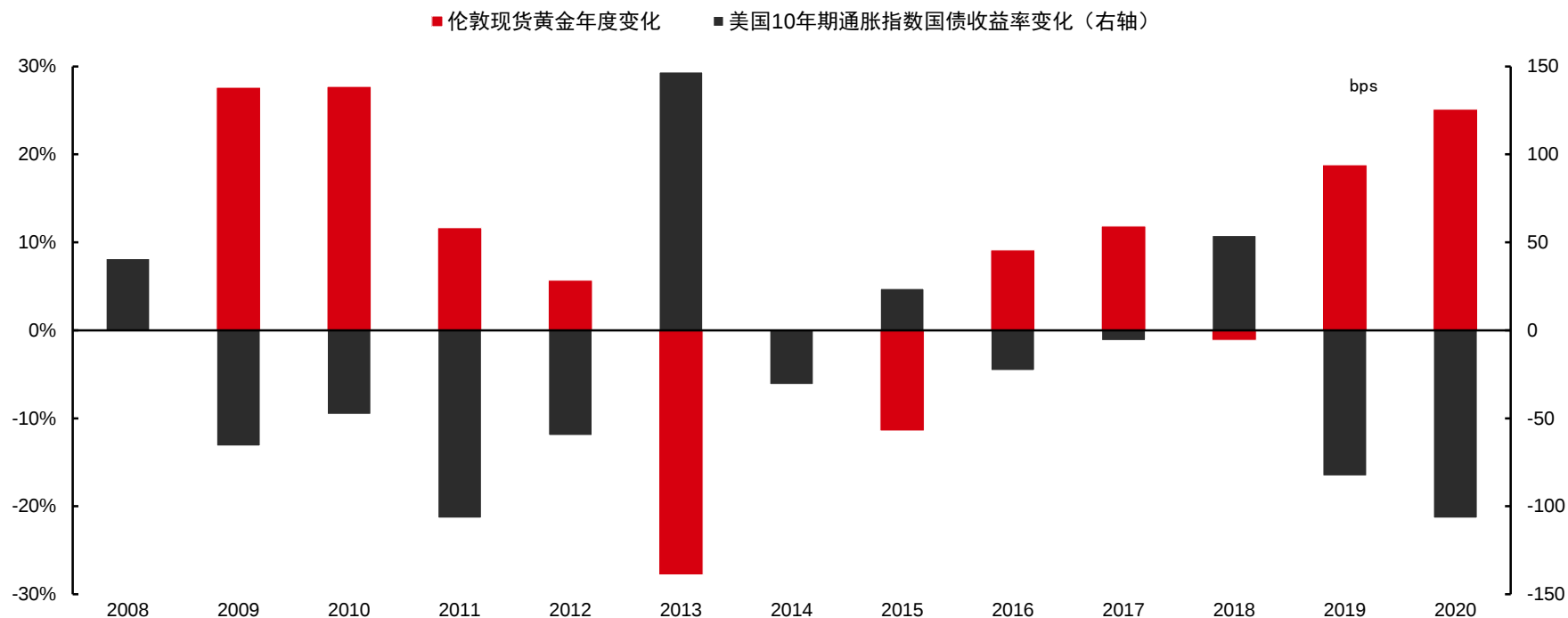


资料来源：Wind，中信证券研究部

贵金属配置性价比下降

- 2008年后，金价与美国实际利率呈现比较显著的反向关系。
- 美国名义和实际利率料将维持上行趋势，对金价形成压制，贵金属配置性价比下降。

2008年后，金价与美国实际利率反向关系比较显著



资料来源：Wind，中信证券研究部



感谢您的信任与支持！

THANK YOU

明明（首席FICC分析师）
执业证书编号：S1010517100001

免责声明

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
		买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
股票评级		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
		强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
行业评级		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或 CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalamal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券2021版权所有。保留一切权利。